

Oktober 2018

Fokus

Italien hat über die Haushaltspläne bis 2021 informiert, die Staatsausgaben werden steigen.

- ▶ **Schweiz:** Die Konjunktur läuft rund, gute Impulse kommen unter anderem vom Arbeitsmarkt und aus der Industrie.
- ▶ **Europa:** Die Indikatoren versprechen nach wie vor eine solide Entwicklung der Wirtschaft, allerdings belastet unter anderem die nach wie vor unsichere Lage bezüglich Brexit die Stimmung.
- ▶ **USA:** Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich nochmals verbessert, es herrscht Vollbeschäftigung.

Höhere Staatsausgaben in Italien

Italien plant für 2019 ein Haushaltsdefizit von 2,4%, das in den zwei Folgejahren auf 2,1% respektive 1,8% reduziert werden soll. Dies sorgt für viel Gesprächsstoff und für Reaktionen an den Finanzmärkten. Von dem breiten Massnahmenpaket erhofft sich Italiens Regierung Wachstumsimpulse. Falls die aktuellen Haushaltentscheide nicht zu mehr Wachstum führen, steigen die Staatsschulden und damit die Kosten für die Zinslast, was die finanzielle Lage weiter verschlechtern könnte. Das führt auch zu erhöhter Nervosität bei Italiens Partnern in der Europäischen Währungsunion.

Clientis Marktkommentar

Die Finanzmärkte befinden sich derzeit im Spannungsfeld zwischen dem ungelösten Handelskonflikt, den Sorgen rund um Italiens Schuldenkrimi und der soliden wirtschaftlichen Verfassung. Allerdings ist in der bisher synchronen Entwicklung der Weltwirtschaft, analog der unterschiedlichen Ausrichtung der globalen Notenbanken, eine gewisse Divergenz zu beobachten. Während die Vorlaufindikatoren in den USA ein anhaltend kräftiges Wachstum signalisieren, zeigen sich in anderen Regionen gewisse Ermüdungserscheinungen. Zur Stimmungseintrübung in Europa hat sicherlich die Rückkehr der politischen Unwägbarkeiten beigetragen. Die Krisen in Argentinien und der Türkei haben den Risikoappetit der Investoren zusätzlich belastet und zu grossen Abflüssen aus Schwellenländernanlagen geführt.

Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir defensive Aktienmärkte wie die Schweiz und die USA. In Bezug auf die Schwellenländer schätzen wir das aktuelle Marktsentiment als zu pessimistisch ein, da wir die Ansteckungswahrscheinlichkeit kurzfristig als gering betrachten. Grundsätzlich bleiben die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für steigende Unternehmensgewinne auf globaler Ebene vorteilhaft, weshalb wir Risikopapiere nach wie vor übergewichten.

Angesichts der hohen wirtschaftlichen Dynamik in den USA überrascht es nicht, dass die amerikanische Notenbank (Fed) jüngst bereits zum achten Mal seit Dezember 2015 ihre Leitzinsen erhöht hat. Wie die Projektionen der Währungshüter zeigen, wird die graduelle Zinsnormalisierung fortgeführt. So wird eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr, gefolgt von drei solchen Schritten im Jahr 2019, in Aussicht gestellt.

Im EU-Währungsraum dürfte das Anleihenkaufprogramm durch die Europäische Zentralbank (EZB) Ende Jahr zwar beendet werden, mit einem ersten Zinsschritt rechnen wir allerdings frühestens im zweiten Semester des kommenden Jahres. Die erneute Frankenstärke stützt unsere Einschätzung, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) nicht vor der EZB die Zinszügel anziehen wird.

Globale Konjunktur

USA: Vollbeschäftigung freut Konsumenten

Aufwärts – die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) sind gestiegen, und auf dem Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung. Es spielt kaum eine Rolle, welche ökonomischen Indikatoren betrachtet werden. Die Lage für Arbeitssuchende in den USA hat sich nochmals verbessert. KMU planen weitere Einstellungen. Sie haben zunehmend Schwierigkeiten, offene Stellen zu besetzen. Qualifizierte Arbeitskräfte sind rar. Die aktuelle Arbeitslosigkeit ist mehr und mehr struktureller Natur. Es ist deshalb wenig überraschend, dass die Konsumentenstimmung nochmals zulegen konnte. Die Umfragen zeigen, dass es für Arbeitssuchende immer leichter wird, eine Beschäftigung zu finden (Abb. 1).

Die Wirtschaft brummt, auch dank der Steuergeschenke von Donald Trump. Marktbeobachter heben deshalb die BIP-Prognosen für 2018 an und rechnen neu mit einem Plus von 2,5% bis 3,0%. Die positiven Steuereffekte laufen aber aus. 2019 ist deshalb wieder mit einer schwächeren Konjunktur zu rechnen.

EU: Brexit und Italien lasten auf der Stimmung

Die Zeichen in der Euro-Zone für die Konjunktur sind weiter positiv. Die Indikatoren versprechen nach wie vor eine solide

Abb. 1: USA – Weniger Schwierigkeiten, Arbeitsstellen zu erhalten

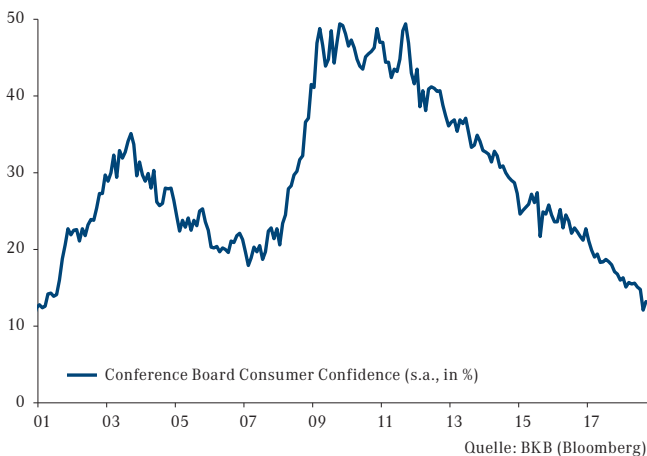


Abb. 2: Euro-Zone – Stimmungskindikatoren

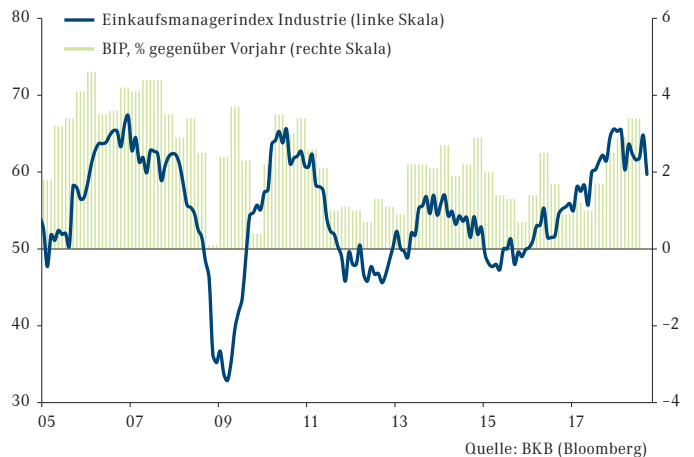


Entwicklung der Wirtschaft. Eine Wachstumsrate des BIP von um die 2% für 2018 bleibt realistisch. Trotz insgesamt guter Rahmenbedingungen haben sich jedoch einige Stimmungsindikatoren eingetrübt (Abb. 2). Schuld daran ist wohl in erster Linie die Politik. Dies gilt zum einen für die Links-Rechts-Regierung in Italien. Zum anderen sorgt der Brexit für Verunsicherung. Bislang haben Grossbritannien und die EU keine einvernehmliche Lösung gefunden. Es scheint ausgeschlossen, dass die EU bei Fragen der Personen- und Dienstleistungsfreizügigkeit Kompromisse eingehen wird. Dies würde nämlich die EU als Ganzes mittelfristig infrage stellen.

Schweiz: Starker Anstieg des BIP

Die Schweizer Konjunktur läuft rund. Das BIP hat im zweiten Quartal stark zugelegt (Abb. 3). Grund ist unter anderem die gute Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe. Die Prognosen für das laufende Jahr wurden entsprechend teilweise recht deutlich nach oben angepasst. Ähnlich wie in den USA ist ein Anstieg zwischen 2,5% und 3,0% nun realistisch. Positive Impulse kommen unter anderem vom Arbeitsmarkt und aus der Industrie. Der Einkaufsmanagerindex der Industrie ist deutlich expansiv. Dies gilt insbesondere auch für die Subkomponenten Auftragsbestand und Produktion.

Abb. 3: Schweiz – Einkaufsmanagerindex und BIP



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

US-Notenbank strafft Geldpolitik weiter

Wie erwartet hat die Fed an ihrer September-Sitzung entschieden, den Leitzins ein weiteres Mal um 25 Basispunkte auf neu 2,00% bis 2,25% zu erhöhen. Dies ist der dritte Zinsschritt in diesem Jahr und bereits der achte seit Dezember 2015. Die Fed bestätigte dabei ihre Einschätzung zur wirtschaftlichen Lage. Angesichts der guten konjunkturellen Entwicklung, des robusten Arbeitsmarkts und der Inflation nahe ihrem Zielwert geht die Fed von weiteren moderaten Zinsanhebungen aus. Der nächste Zinsschritt am 19. Dezember ist zu rund 71% im Markt eingepreist. Im kommenden Jahr werden aufgrund der Zinsprognosen der Fed-Mitglieder drei Anhebungen erwartet (Abb. 1).

Zinswende in Europa zieht sich weiter hin

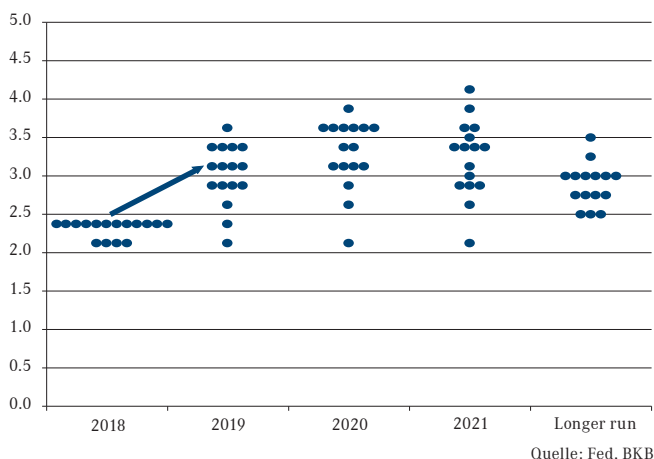
Die EZB hält im Gegensatz zur US-Notenbank an ihren extrem niedrigen Zinsen fest. Die Leitzinsen bleiben nach Einschätzung der EZB bis mindestens über den Sommer 2019 auf ihrem aktuellen Niveau. Mit einer Erhöhung wird frühestens im Herbst 2019 gerechnet. Bezüglich der geldpolitischen Sondermassnahmen reduziert die Notenbank das Volumen ihrer monatlichen Anleihenkäufe ab diesem Oktober auf 15 Mrd. Euro. Ein Ende des Kaufprogramms wird bis zum Jahresende 2018 angepeilt. Seit Beginn des Kaufprogramms im März 2015 bis August 2018 stützte die EZB die Konjunktur mit Wertpapierkäufen im Umfang von rund 2,5 Bio. Euro.

Schweiz: Immobilienanlagen unter Druck

Im Monat September sind die Immobilienanlagen wieder unter Druck geraten. Die Immobilienfonds weisen von Anfang des Jahres bis Ende September ein Minus von 4,4% auf. Die Immobilienaktien haben ebenfalls verloren. Die positive Performance ist erodiert. Eine Belastung für die Immobilienanlagen stellen unter anderem die weiter rege stattfindenden Kapitalerhöhungen und neu lancierte Immobilienfonds dar. Dies führt zu einem gewissen Teil zu einer Umverteilung von Kapital, beispielsweise von Publikumsfonds mit hohen Agios in Anlagestiftungen. Aber auch der seit Mitte August erfolgte leichte Zinsanstieg bei Schweizer Renditen dürfte sich negativ auf die Immobilienanlagen ausgewirkt haben.

Im Zuge der sehr guten Schweizer Konjunktur besteht die Gefahr, dass die Renditen wider Erwarten etwas stärker zulegen könnten. Dies wäre auf zweierlei Art von Nachteil. Erstens wäre mit einem Druck auf die Agios der Fonds zu rechnen, zweitens hätte ein mittelfristig wieder steigender Diskontierungssatz tiefere Bewertungen der Immobilien zur Folge. Für den Immobilienmarkt gilt generell: 1. Am Wohnungsmarkt ist die Lehrwohnungsziffer gestiegen. 2. Beim Büroflächenmarkt dürfte die gute Konjunktur für eine gewisse Entspannung sorgen. 3. Das Preiswachstum bei Wohneigentum geht weiter.

Abb. 1: Zinsprojektionen der einzelnen Fed-Mitglieder



Aktienmarkt

Anhaltende Divergenz im September

Auch im September setzte sich die Divergenz an den Aktienmärkten fort. In den Industrieländern konnten die Aktien ihren Performancevorsprung gegenüber den Schwellenländern trotz deren Aufholjagd in der zweiten Monatshälfte weiter ausbauen. Seit Jahresbeginn beläuft sich die Differenz in CHF auf 13,2% (Abb. 1). Die USA mit ihrer robusten Konjunktur, den Vergünstigungen aus der Steuerreform und den unerwartet hohen Gewinnsteigerungen sind das Zugpferd unter den grossen westlichen Aktienmärkten. US-Aktien konnten im September in CHF um 1,1% auf 10,5% seit Jahresanfang zulegen.

Schweizer Aktien waren gemäss MSCI im September ähnlich stark, liegen aber seit Jahresbeginn nur marginal über der Null-Linie. Auf sektoraler Ebene ergab sich im September eine Rotation. Die im Vormonat schwachen Energietitel profitierten vom steigenden Ölpreis. Dagegen waren Technologiewerte im September etwas schwächer als der breite Markt. Dennoch beläuft sich die Outperformance des Technologiesektors seit Jahresbeginn auf über 12%.

Bewertungen weitgehend angemessen

In den grossen Aktienmärkten haben sich die Gewinne und Gewinnerwartungen seit Jahresbeginn jeweils überproportional gut im Vergleich zu den Aktienpreisen entwickelt. Die Kurs-Gewinn-Kennzahlen sind entsprechend zurückgekommen, womit sich die Bewertungssituation an den Aktienmärkten günstiger darstellt als noch zu Jahresbeginn. Die grossen Märkte sind derzeit meist in der Nähe ihres historischen Medians bewertet (Abb. 2). Weiterhin am höchsten ist die Abweichung vom Median jedoch in den USA. Sie liegt dort im zweistelligen Prozentbereich.

Abb. 1: Aktienperformance seit Jahresbeginn

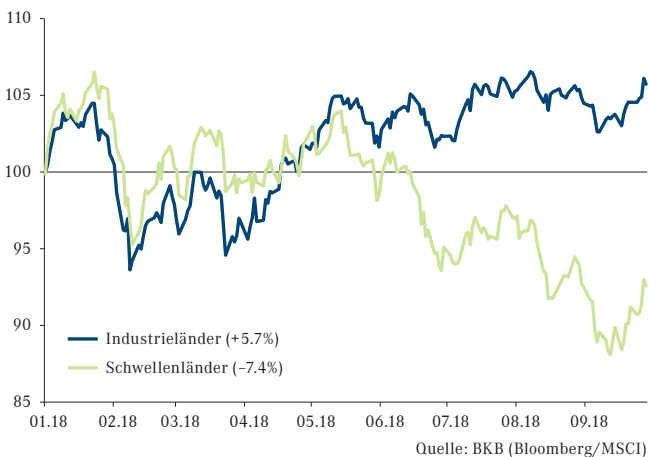


Abb. 2: Kurs-Gewinn-Verhältnis (erwartet) im historischen Vergleich

Basierend auf Datenhistorie ab 06.2003

